司库策略谈第153期：结构性存款压降应对策略

司库策略周报

郭益忻
兴业研究分析师
电话：021_22852766
邮箱：880708@cib.com.cn

摘要

5月，存款增速已经达到10%以上。连续一个季度的快速增长打下一定的规模基础，为后续的结构调整预留出了空间。

抑制空转，降低成本，结构性存款压降进行时。抑制空转从两方面入手，一方面抬高融资成本，另一方面压降投资标的的收益水平，套利空间被大幅压缩之外，还同时辅以规模的压降要求。多措并举，资金空转有望逐步得到遏止。

压降结构性存款的方式应该不是一刀切，之前各行增长的幅度不同，压降的幅度也就不同。对于被挤掉的规模，需要结合流动性缺口、流动性指标需求来予以平补。具体而言，从融资便利性的角度，发行9M-1Y的NCD是合理选项；而从维护存量客户的角度，启动大额CD也可以部分承接；但从成本控制的角度来看，对长期限的主动负债也保持警惕，择时发金融债相对更优。

流动性提示及下周操作策略

下周，公开市场1250亿到期，但考虑到端午假期因素，前三个工作日没有到期。采用同样口径，政府债净到期556亿，NCD到期量1850亿；

下周适量OMO操作可期，以保障跨季资金需求。

扫描下载兴业研究APP
获取更多研究成果

本周 MLF、OMO 价格保持平稳，周一 LPR 料无变动。

NCD 部分，本周终于放量，但期限仍在 3M 以内短端，长端迫切性仍在点而不在面；发行趋短，投资趋长特征将延续；

票据方面，本周调整如期而至，季度末有规模空间的机构可借此继续构建资产；

关键词：资产负债管理，结构性存款

市场回顾

本周资金面处于相对均衡状态，6600 亿到期，央行续作 5000 亿，其中 MLF 一次性续作 2000 亿，此外跨半年末资金供给 1800 亿。本周回购市场每天成交量在 4 万亿上下。短端利率方面，隔夜、7D 有所上行，周末隔夜、7D 2.1%，基本上与跨季资金持平。

图表 1：银行间市场主要准利率周变化情况（1 年期以内）

指标名称	DR001	DR007	DR014	SHIBOR1M	SHIBOR3M	SHIBOR6M	SHIBOR9M	SHIBOR1Y
2020/6/19	2.1349	2.1340	2.2746	2.0480	2.0950	2.1320	2.2490	2.3000
2020/6/12	1.5161	1.9066	1.8376	1.8990	1.9560	2.0040	2.1060	2.1890
差异（bps）	61.88	22.74	**43.70**	14.90	13.90	12.80	14.30	11.10

来源：wind，兴业研究

图表 2：非银机构短期融资利率周变化情况（7 天以内）

指标名称	R001	R007	GC001	GC007
2020/6/19	2.18	2.17	2.71	2.66
2020/6/12	1.56	1.93	2.02	1.99
差异（bps）	62.20	24.51	69.50	67.30

来源：wind，兴业研究

同业存单发行方面，本周发行量显著放大，周末全市场余额出现了久违的反弹，达到 10.1 万亿。利率方面，国股各期限均明显反弹，且一二级价格开始接近，但仍没有明显出量。3M 目前 2.1-2.12%，1Y 目前 2.4%，利率或有最后一冲。中长端募集本周 9M 相对量更大，但主要吸收仍着重在 3M 以内的短期，1-3M 合计占比 55%。

图表 3：上周同业存单发行量及价格变化情况

期限	6 月第 2 周		6 月第 3 周		变化	
	发行量	价格	发行量	价格	发行量	价格
1M	276.00	2.09%	384.90	2.23%	108.90	0.13%
3M	642.00	2.13%	2410.20	2.18%	1768.20	0.06%
6M	567.50	2.33%	500.40	2.34%	-67.10	0.01%
9M	163.90	2.36%	984.80	2.40%	820.90	0.05%
1Y	371.10	2.38%	764.80	2.53%	393.70	0.15%
合计	2020.50	2.24%	5045.10	2.30%	3024.60	0.05%

来源：wind，兴业研究

本周，NCD 市场发行浮息品种 10 亿，期限 9M，SHIBOR+15BP。

利率债市场

国债方面，本周一级市场发行 2571 亿，二级市场，本周市场走势波折，因特别国债供给及发行方式引起市场担忧，各期限利率出现不同程度上行。截止周末，10Y 上行 13BP，1Y 上行 7BP。10-1 期限利差本周展宽 6BP，至 75BP。

图表 4：国债利率周变化情况

指标名称	1 年	3 年	5 年	7 年	10 年
2020/6/19	2.1203	2.4004	2.6227	2.8800	2.8752
2020/6/12	2.0504	2.2931	2.4690	2.7850	2.7451
差异（bps）	6.99	10.73	15.37	9.50	13.01

来源：wind，兴业研究

国开债方面，收益率涨跌不一，其中 3Y 国开反弹 11BP 变动幅度最大，目前 7Y 隐含税率 14.4%。

图表 5：国开债利率周变化情况

指标名称	1 年	3 年	5 年	7 年	10 年
2020/6/19	2.3024	2.6586	2.9455	3.2935	3.1498
2020/6/12	2.2189	2.5438	2.9507	3.2164	3.0947
差异（bps）	8.35	11.48	-0.52	7.71	5.51

来源：wind，兴业研究

地方债方面，本周一级市场发行 752 亿。二级市场方面，本周成交量缩小到 3414 亿。二级市场利率走势方面，本周地方债收益率整体上行，1Y、7Y 反弹幅度最大，5Y、7Y、10Y 目前点差分别为 21、26、33BP。

图表 6：地方债利率周变化情况

指标名称	1 年	3 年	5 年	7 年	10 年
2020/6/19	2.1836	2.6069	2.8358	3.1385	3.2013
2020/6/12	2.0524	2.5771	2.7733	3.0568	3.1619
差异（bps）	13.12	2.98	6.25	8.17	3.94

来源：wind，兴业研究

长期债券方面，本周发行 22 亿金融债，为 2 笔二级资本债。

离岸人民币市场方面，本周资金利率整体上行，但幅度有限，普遍在 10BP 之内。

图表 7：上周离岸人民币拆借利率变化情况

CNH HIBOR	隔夜	1 周	2 周	1 个月	3 个月	6 个月	9 个月	12 个月
2020/6/19	2.13	2.39	2.33	2.37	2.56	2.70	2.76	2.77
2020/6/12	2.05	2.28	2.30	2.35	2.49	2.63	2.68	2.71
差异（BP）	7.67	10.85	3.22	2.45	7.47	7.05	8.00	6.20

来源：wind，兴业研究

结构性存款压降应对策略

5 月，存款增速已经达到 10%以上。连续一个季度的快速增长打下一定的规模基础，为后续的结构调整预留出了空间。

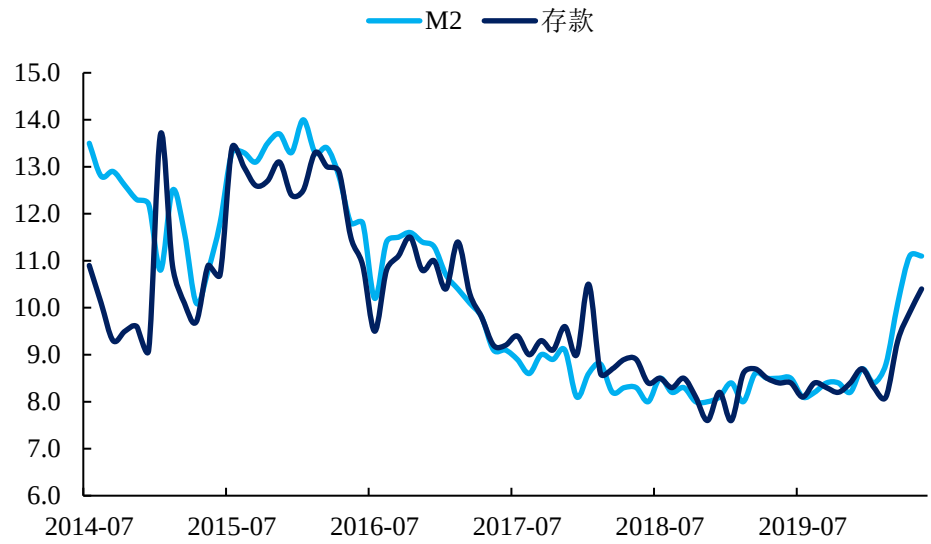
抑制空转，降低成本，结构性存款压降进行时。抑制空转从两方面入手，一方面抬高融资成本，另一方面压降投资标的的收益水平，套利空间被大幅压缩之外，还同时辅以规模的压降要求。多措并举，资金空转有望逐步得到遏止。

压降结构性存款的方式应该不是一刀切，之前各行增长的幅度不同，压降的幅度也就不同。对于被挤掉的规模，需要结合流动性缺口、流动性指标需求来予以平补。具体而言，从融资便利性的角度，发行 9M-1Y 的 NCD 是合理选项；而从维护存量客户的角度，启动大额 CD 也可以部分承接；但从成本控制的角度来看，对长期限的主动负债也保持警惕，择时发金融债相对更优。

降低银行负债成本必须要靠组合拳，压降高成本负债是其中一环，其余政策配合恐虚时间。商业银行当前的着力点仍是对内挖潜，致力于负债结构的合理调整。

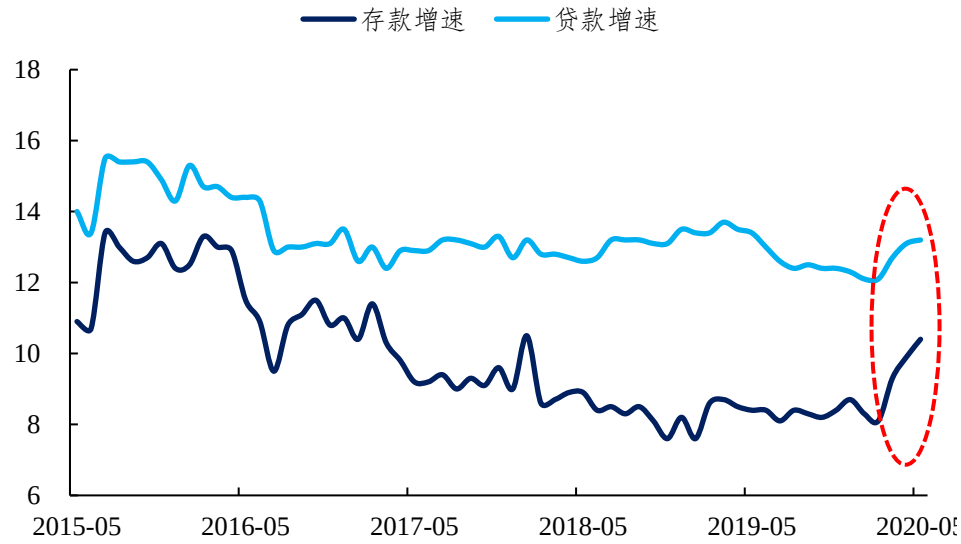
5 月存款增长延续了 3、4 月以来的强势表现，当月同比增速超过 10%。规模方面，今年前 5 个月累计存款增长达到 11.6 万亿，远远超过过去几年不足 8 万亿的水平。应该说，规模垒到一定基数，能够为后续的结构调整预留出空间。这可能也是目前敢于放手整治结构性存款的一个比较重要的背景。

图表 8：存款快速回暖



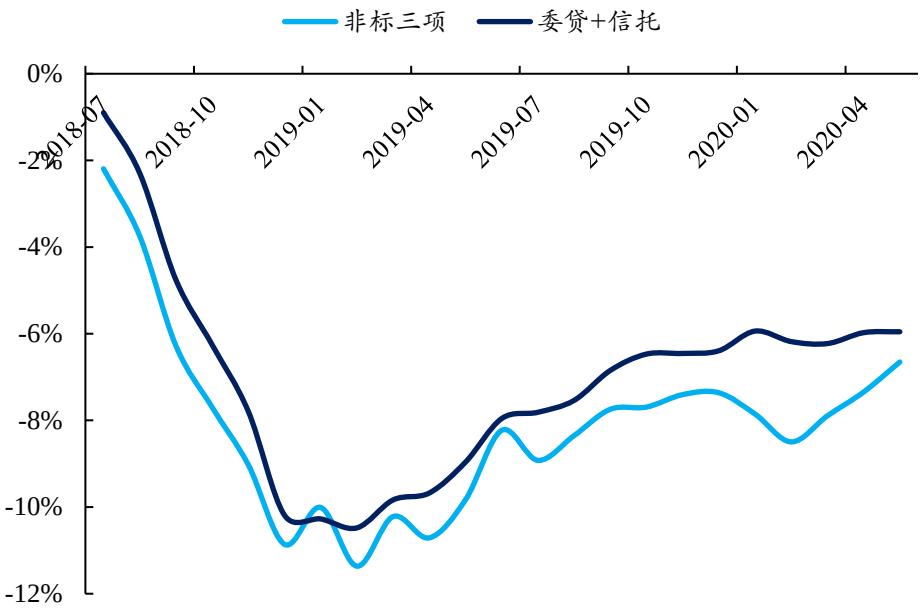
数据来源：wind，兴业研究

图表 9：存贷增速差大幅度收窄



数据来源：wind，兴业研究

图表 10：非标也不差



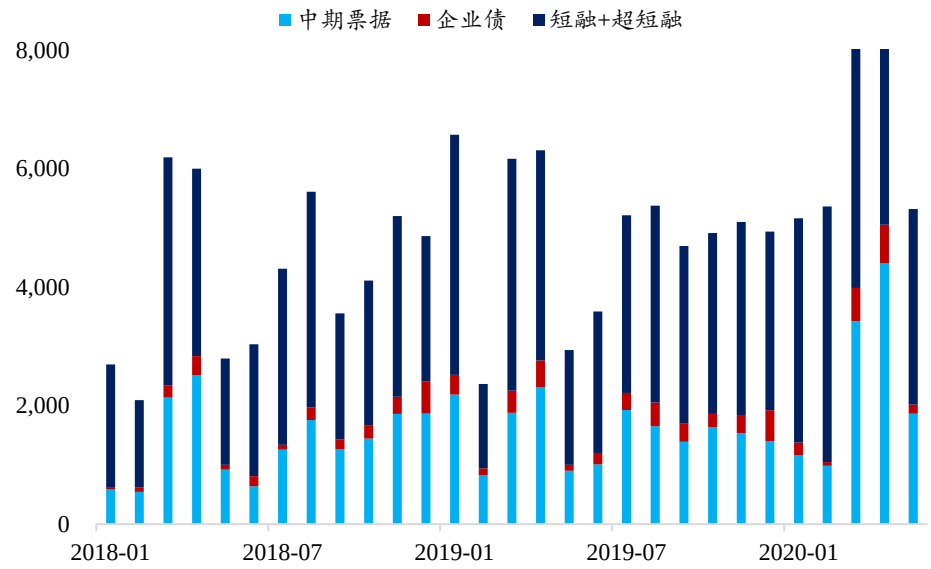
数据来源：wind，兴业研究

抑制空转，降低成本，结构性存款压降进行时。抑制空转从两方面入手：

一方面抬高融资成本，所有资金利率都在过去一个月内快速抬升，这在我们上周的周报当中已经有较为详细的介绍。而反映在企业端，我们也可以看到短融、票据的利率最近 1 个月都出现了上行。

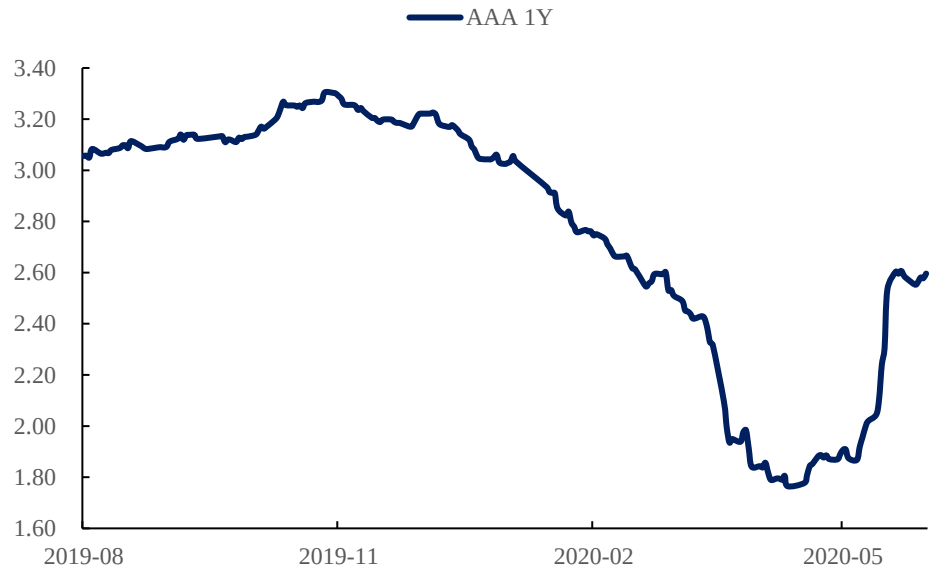
另一方面压降投资标的的收益水平，结构性存款利率据悉较前期已有一定幅度的下降。套利空间被大幅压缩之外，还同时辅以规模的压降要求。5 月结构性存款规模已经出现了 3000 亿的回落。6 月预计下降幅度会进一步放大。多措并举，资金空转有望逐步得到遏止。

图表 11：企业发债 5 月回落



数据来源：wind，兴业研究

图表 12：1Y 短融 2.6%



数据来源：wind，兴业研究

图表 13：票据收益率反弹



数据来源：wind，兴业研究

图表 14：结构性存款年内首次回落



数据来源：wind，兴业研究

需要提示的是，压降结构性存款的方式应该不是一刀切，之前各行增长的幅度不同，压降的幅度也就不同。对于被挤掉的规模，需要结合流动性缺口、流动性指标需求来予以平补，平补缺口急迫的程度可能体现在其他负债工具近期的价格上。

具体的平补策略而言，从融资便利性的角度，发行 9M-1Y 的 NCD 对冲比较便捷，

可能的顾虑是目前的价格略高；而从维护存量客户的角度，启动大额 CD 也可以承接一部分；但从成本控制的角度来看，长期限的协议存款过于昂贵，不应该进入考虑范围，至少不应该在优先考虑范围之列。

图表 15：流动性指标持续改善



数据来源：wind，兴业研究

如同我们之前所言，降低银行负债成本必须要靠组合拳，组合拳包括好几个部分：围堵高成本负债是一环，降低存款基准利率是一环，适度调整流动性风险监管指标是一环，银行机构自身挖潜也是一环。

从前期监管领导的表态来看，流动性风险监管指标暂无调整机会。而从本周国常会部署金融机构对实体让利的角度来看，降低存款基准利率短期内落地空也不合时宜。因此，商业银行目前的着力点是做好负债结构的调整。需要提示的是，要尽量避免过于短视，在期限的摆布上需要有更理性的思考。

图表 16：下周流动性提示

大类因素	细分因素	2020/6/22	2020/6/23	2020/6/24	2020/6/25	2020/6/26
央行操作到期	OMO	0	0	0	550	700
	MLF					
	国库现金					
	降准					
	合计	0	0	0	550	700
债券净发行	地方债	-91	-130	-10	-29	-315
	国债	386	-7	408	0	0
	合计	295	-137	398	-29	-315

来源： wind，兴业研究

流动性提示及下周操作策略

下周，公开市场 1250 亿到期，但考虑到端午假期因素，前三个工作日没有到期。采用同样口径，政府债净到期 556 亿，NCD 到期量 1850 亿；

下周适量 OMO 操作可期，以保障跨季资金需求。

本周 MLF、OMO 价格保持平稳，周一 LPR 料无变动。

NCD 部分，本周终于放量，但期限仍在 3M 以内短端，长端迫切性仍在点而不在面；发行趋短，投资趋长特征将延续；

票据方面，本周调整如期而至，季度末有规模空间的机构可借此构建资产；

免责声明

本报告由兴业经济研究咨询股份有限公司(简称“兴业研究公司”，CIB Research)提供，本报告中所提供的信息，均根据国际和行业通行准则，并以合法渠道获得，但不保证报告所述信息的准确性及完整性，报告阅读者也不应自认该信息是准确和完整的而加以依赖。本报告中所提供的信息均反映本报告初次公开发布时的判断，我司有权随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。本报告内容仅供报告阅读者参考，一切商业决策均将由报告阅读者综合各方信息后自行作出，对于本报告所提供的信息导致的任何直接或间接的后果，我司不承担任何责任。

本报告的相关研判是基于分析师本人的知识和倾向所做出的，应视为分析师的个人观点，并不代表所在机构。我司可根据客观情况或不同数据来源或分析而发出其它与本报告所提供信息不一致或表达不同观点的报告。分析师本人自认为秉承了客观中立立场，但对报告中的相关信息表达与我司业务利益存在直接或间接关联不做任何保证，相关风险务请报告阅读者独立做出评估，我司和分析师本人不承担由此可能引起的任何法律责任。

本报告中的信息及表达的观点并不构成任何要约或投资建议，不能作为任何投资研究决策的依据，我司未采取行动以确保此报告中所指的信息适合个别的投资者或任何的个体，我司也不推荐基于本报告采取任何行动。

报告中的任何表述，均应从严格经济学意义上理解，并不含有任何道德、政治偏见或其他偏见，报告阅读者也不应该从这些角度加以解读，我司和分析师本人对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

本报告版权仅为我司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发表。除非是已被公开出版刊物正式刊登，否则，均应被视为非公开的研讨性分析行为。如引用、刊发，需注明出处为兴业经济研究咨询股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

我司对于本免责声明条款具有修改和最终解释权。

联系我们		上海市浦东新区银城路 167 号兴业银行大厦 15 楼			
产品销售	信用排查、新债研究、行业债券池、信用债指数、发债企业信用调研、策略研究、资产负债研究、金融同业研究	练晓楠	lianxiaonan@cib.com.cn	021-22852756	18516679451
研究销售	国内宏观、货币市场与票据、金融监管、绿色金融、汇率、贵金属、大宗商品	储晨笛	chuchendi@cib.com.cn	021-22852753	13506110110
兴业银行及子公司对接人员		王莹	wangying8@cib.com.cn	021-22852748	15216714281
		叶琳	lin.ye@cib.com.cn	021-22852755	15800339758
		汤灏	tanghao@cib.com.cn	021-22852630	13501713255